

Financiamento do desenvolvimento: experiência comparada Brasil-Coreia (1950-1980)

Lavinia Barros de Castro*

Resumo

A hipótese central deste artigo é que as estruturas financeiras da Coreia e do Brasil desempenharam papel fundamental na transformação dessas economias de base agrícola em economias de base industrial, ao longo do período 1950-1980. Diversas comparações entre Brasil e Coreia já foram feitas, enfatizando o processo de *catch up*. Poucas análises, porém, enfatizam e comparam a evolução dos sistemas financeiros. Além disso, a maioria dos estudos financeiros comparativos são estáticos, sem uma perspectiva histórico-institucional. São, por isso, desprovidos do *insight* gerschenkroniano, segundo o qual uma estrutura financeira baseada em mercado de capitais é comum em países que se industrializaram precocemente, como a Inglaterra e os Estados Unidos. Alternativamente, estruturas baseadas no crédito bancário privado ou estatal são uma consequência do desenvolvimento tardio (*lateness*), uma resposta adaptativa à escassez de recursos de capital.

* Economista do BNDES. Este artigo é de exclusiva responsabilidade do(s) autor(es), não refletindo, necessariamente, a opinião do BNDES.

Abstract

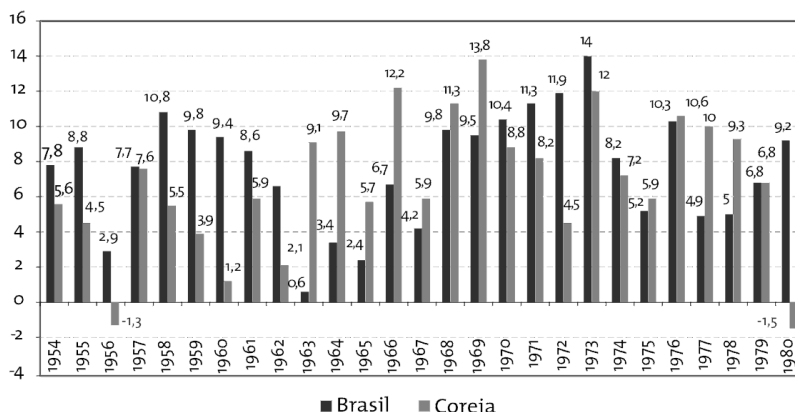
The central hypothesis of this article is that the Korean and Brazilian financial structure offers us an important key to understand their swift to industrialization during the period 1950-1980. Numerous comparisons have been made involving Brazil and Korea, most of them stressing the differences and similarities of the industrial development (catch up). Few analyses emphasizes (and compare) the evolution of financial systems. Also, most treatments of finance are static, missing the Gerschenkronian developmental perspective which would tell us that a credit system based in equity and securities markets is an artifact of early industrialization (as it is the case of England and U.S. industrialization), and that the model of state or bank-influenced industrialization is a consequence of “lateness” vis-à-vis the absence of abundant capital in the private sector.

Introdução¹

Brasil e Coreia são exemplos exitosos de países de industrialização tardia, cujo processo se intensifica a partir dos anos 1950. Ambos cresceram a elevadas e semelhantes taxas anuais de 7,6% e 6,8%, respectivamente, entre 1954-1980.² Trata-se, a rigor, de países recordistas em crescimento econômico no período. Em ambos ocorreram uma profunda transformação da estrutura econômica e um relativo processo de convergência em relação à renda *per capita* dos Estados Unidos. De fato, em 1950, o PIB brasileiro em relação ao americano representava apenas 15,5%. Em 1980, esse percentual havia subido para 30,3%. Já a Coreia – que, após a divisão do país em 1948, foi devastada por um processo de guerra civil que durou três anos (1951-1953) – representava 11,4% do PIB americano em 1953, tendo atingido 21,7% em 1980 (Fonte: Pentable).

Gráfico 1

Crescimento econômico Brasil-Coreia (1954-1980)



Fontes: Korean Central Bank – KDB e Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística – IBGE.

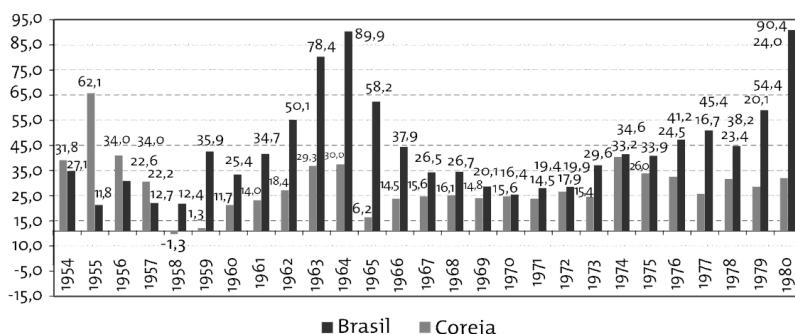
¹ As ideias apresentadas no presente artigo encontram-se desenvolvidas na tese de doutorado da autora [Castro (2006)].

² A comparação começa em 1954 por conta da Guerra Civil coreana (1950-1953).

A segunda grande característica comum que marca as duas economias no período analisado refere-se ao comportamento da inflação, que se manteve, na média, em dois dígitos nos dois países. No Brasil, indubitavelmente, a criação do mecanismo de correção monetária (a partir de 1964) permitiu maior tolerância à alta inflação, mas vale lembrar que a Coreia apresentava taxas bem superiores à média asiática durante o período aqui considerado. De 1954 a 1980, o Brasil apresentou inflação anual média (apurada pelo deflator do PIB) de 35,3% ao ano – embora nos primeiros anos da década de 1960, que justamente precedem o golpe militar de 1964, o País tenha registrado números bastante superiores, como indica o Gráfico 2. No que se refere à Coreia, a taxa média de inflação foi bem inferior (19,9% ao ano, utilizando igualmente o deflator do PIB), tendo os picos inflacionários ocorridos no período que sucede à Guerra Coreana, no início dos anos 1960 (após o golpe militar) e em 1974, em virtude do choque do petróleo (ver Gráfico 2).

Gráfico 2

Deflator implícito do PIB (var. %)



Fonte: Korean Central Bank e IBGE.

Este artigo pretende comparar a estratégia de desenvolvimento do Brasil com a da Coreia. Defende-se que, tanto no caso coreano

como no brasileiro, o papel do Estado foi, a partir de 1950, fundamental para explicar a complexa e rápida transformação das duas economias de base agrícola em economias de base industrial.

Não se trata aqui de negar que já existisse uma indústria incipiente antes de 1930, basicamente de natureza tradicional, nem tampouco que após essa década esse processo não tenha se intensificado, nos dois países. O que se pretende, sim, é argumentar que a consolidação das economias coreana e brasileira como Estados industriais depende crucialmente da constituição das bases institucionais que irão alicerçar o financiamento do desenvolvimento nos dois países.

Trata-se de dois modelos de desenvolvimento, com as devidas diferenças a serem ressaltadas, cujo processo de industrialização foi liderado pelo Estado (*state-led*). Isto é, ainda que se argumente que o papel de empresas estatais, por exemplo, seja distinto nos dois países (com maior relevância na industrialização brasileira), iniciativas procedentes do governo central, de outras instituições públicas e de empresas controladas pelo Estado revelaram-se decisivas.

O artigo, porém, não trata do papel do Estado na condução das políticas industriais propriamente ditas. A esse respeito, numerosas análises comparativas entre Brasil e Coreia já foram feitas, seja para afirmar as diferenças entre os dois modelos de desenvolvimento, seja para ressaltar as suas semelhanças. Alternativamente, defende-se aqui que a construção do sistema financeiro nos anos 1950 e suas posteriores reformas na década seguinte foram, nos dois casos, cruciais para financiar o elevado crescimento verificado a partir da segunda metade do século XX.

A ideia central deste trabalho é que a “grande arrancada” se viabilizou por meio de mecanismos de financiamento substitutivos, no sentido gerschenkroniano [Gerschenkron (1973)]. Nos dois países, o financiamento do investimento teve de se basear fortemente na captação de recursos externos e na criação de bancos estatais (sobretudo na Coreia) ou de bancos de desenvolvimento e uso de recursos parafiscais

(particularmente no Brasil). Além disso, argumenta-se que mercados informais de crédito desempenharam papéis distintos nos dois países e que, embora as reformas financeiras promovidas nos anos 1960 fossem diferentes em suas intenções, os dois sistemas vieram, em sua evolução até o início dos anos 1980, a apresentar importantes semelhanças.

O presente trabalho foi dividido em quatro partes, incluindo esta introdução e as conclusões. A segunda parte faz considerações de cunho mais geral, em que são ressaltadas semelhanças e diferenças das economias, embebidas (*embeddedness*) em seus respectivos contextos históricos. A terceira seção apresenta uma comparação dos processos de financiamento do desenvolvimento entre os dois países no período 1950-1980.

Considerações iniciais e referências históricas relevantes

A história coreana apresenta diversas similitudes com as experiências latino-americanas de industrialização tardia (*late-late development*), sobretudo a dependência de economias centrais e o autoritarismo burocrático. De fato, quando se analisa a configuração que emerge das primeiras décadas sob dominação japonesa (considerando na sua primeira etapa até 1930), a Coreia é, como o Brasil, uma economia voltada para exportação de *commodities* agrícolas, com uma estrutura econômica marcada no início do século por fortes desigualdades regionais e de renda.³

³ A Coreia tornou-se um protetorado japonês em 1905 e foi completamente anexada em 1910. A análise da dominação japonesa deve, porém, ser dividida em pelo menos duas etapas: 1910-1930 e 1930-1945. Na primeira, o Japão tinha interesses que poderiam ser caracterizados como “mercantilistas” (leia-se interesse na exportação de *commodities* e exploração da demanda interna para produtos japoneses), abortando qualquer iniciativa industrial nacionalista, particularmente por meio da Lei de Corporações, que permitia ao governo controlar e dissolver negócios coreanos, quando julgado necessário pela metrópole. Após 1930, porém, com a configuração dos interesses imperialistas de expansão do Japão na Ásia, a industrialização coreana passou a ser promovida.

Entretanto, a comparação do País com padrões latino-americanos de colonização precisa ser temperada por considerações sobre as influências culturais e religiosas de seus dois vizinhos – China e Japão –, em particular pela influência do confucionismo na sociedade. Diferentemente desses, porém, a Coreia não respondeu rapidamente à influência ocidental, permanecendo uma sociedade bastante homogênea em termos não apenas étnicos, mas também culturais, em que a fluidez entre estruturas de classe era muito superior [Cole e Lyman (1991)].

Uma importante diferença em relação ao, digamos, padrão latino-americano deriva do fato de que na Coreia não existia, a bem dizer, um forte poder agrário-exportador para se contrapor aos objetivos industrializantes do Estado. A sociedade tradicional coreana foi esmagada durante o período colonial e, por isso mesmo, inexistia uma elite poderosa que viesse a oferecer resistência aos objetivos industrializantes progressivamente assumidos pelo Estado. Em contraposição, no Brasil, o projeto de industrialização, liderado por órgãos do Estado, sempre esbarrou em interesses agrário-exportadores enraizados, que precisavam ser contornados, por meio de diversas concessões, sobretudo aos produtores de café paulistas, mas também aos coronéis da cana-de-açúcar, no Nordeste.⁴

Na realidade, no caso brasileiro, foi a crise de 1929 que colocou em xeque, pela primeira vez, a estrutura econômica agrícola brasileira, porque revelou, com força inexorável, a vulnerabilidade de uma economia exportadora. Ainda assim, vale lembrar, o candidato vencedor nas eleições de 1930 foi Júlio Prestes, que adotava o emblemático

⁴ A observação quanto à proteção dos cafeicultores não pretende negar a importância econômica do produto para a economia brasileira no período considerado (ou seja, da existência de uma racionalidade econômica para os incentivos dados pelo governo). Para uma discussão da importância do café no desenvolvimento brasileiro, ver Delfim Netto (1973) e Mello (1982). Quanto à contribuição do café para a acumulação de capital e a dinâmica café-indústria, o tema é controverso na literatura. Ver Suzigan (1975) para o debate.

slogan: “A laranja salvará o café” [Castro (1994)]. Assim, foi preciso um verdadeiro golpe de Estado, articulado por Getúlio Vargas e apoiado por forças políticas do Rio Grande do Sul e de outros estados marginalizados do poder (em particular, Rio de Janeiro, Paraíba e Minas Gerais), para questionar os interesses agrícola-exportadores e propor um projeto alternativo de “Brasil Nação” – em contraposição ao “Brasil dividido em 12 feudos”, como diziam os rebeldes tenentistas que apoiaram a Revolução de 1930. Aliás, vale ressaltar, o projeto industrializante de Vargas só se tornou mais claro em seu segundo governo (1950-1954), embora a luta pela construção da Companhia Siderúrgica Nacional – CSN tenha ocorrido ainda no Estado Novo [Martins (1976) e D’Araújo (2003)].⁵

Na Coreia, cabe insistir, não havia grandes interesses ou grupos políticos importantes a serem contornados. A bem dizer, os japoneses foram os responsáveis pela criação de uma Coreia moderna e capitalista, ao promoverem o desmantelamento das instituições dinásticas, a abolição da escravidão e a codificação da legislação civil. A eles também se deve, direta ou indiretamente, a redução das desigualdades, com uma extensa reforma agrária e as revoluções introduzidas nas práticas agrícolas. Foram também os japoneses os responsáveis por instituir uma importante tradição de meritocracia na burocracia, respeitando princípios do confucionismo. Esses traços, que se revelariam de grande importância no processo futuro de *catch up* coreano, não eram na época percebidos como potencialmente positivos, evidentemente, por

⁵ A luta pela manutenção dos interesses paulistas pode ser retratada por inúmeros episódios na primeira metade do século XX. Ressalta-se, em particular, a Revolução Paulista de 1932 e a “Marcha do Café”, em 1954. Ver Fausto (1994) e D’Araújo (2003). Mesmo Juscelino Kubitschek (1956-1961), já na virada da década de 1960, estima-se ter gasto com a compra de sacas de café (para defender seu preço) o dobro do efetivamente gasto com a capital Brasília, cuja construção consumiu entre 2% e 3% do PIB [Lessa (1981)]. Para uma análise de como JK conseguiu articular e fazer aprovar no Congresso Nacional um plano tão ambicioso como o Plano de Metas, apesar do baixo grau de consenso em torno de seu nome nas eleições, recomenda-se Benevides (1976).

causa da brutalidade do regime colonial japonês. Já as forças de ocupação militar americana, se, de um lado, libertaram o país do odiado colonizador, de outro, desconheciam inteiramente o funcionamento das instituições locais e não tinham usos para a insipiente burocracia coreana [Cole e Lyman (1971)].

Ao analisar a Coreia no início dos anos 1950, devemos também partir do princípio de que a sociedade coreana foi constantemente ameaçada: primeiro pelos japoneses, depois pelos americanos e, por fim, pelos próprios coreanos do Norte, após a divisão do país em 1948. Pairam, portanto, inimigos por todos os lados. Mesmo nas duas décadas que se seguiram, o país sentia-se constantemente ameaçado por seus vizinhos – China, Japão, Coreia do Norte e mesmo Rússia –, de forma que a proximidade com os Estados Unidos era considerada, simplesmente, imperativa, ainda que provocasse sentimentos conflitantes. Nesse ponto, a comparação com o Brasil é forçosa, uma vez que, em termos relativos, o contexto de “guerra fria” e o sentido de “ameaça externa” foram aqui (relativamente) irrisórios.⁶

A existência do elemento “inimigo externo” torna os jogos políticos e a própria condução da economia coreana mais arriscados e complexos do que o paralelo contexto brasileiro. Por outro lado, as mazelas da guerra fria vêm acompanhadas de abundantes recursos de ajuda externa, que, como veremos, tornou o financiamento da industrialização coreana muito mais fácil. De fato, o Brasil teve inúmeras dificuldades de captar recursos externos sob a forma de empréstimos e financiamentos, em diversos momentos. Já no tocante ao investimento estrangeiro direto, a Coreia tem baixa atratividade, diferentemente do Brasil, entre outras coisas, por seu grande mer-

⁶ Não se está aqui negligenciando a importância do apoio americano ao regime militar brasileiro nos anos 1960. Entretanto, o uso do “medo do comunismo” como instrumento para promover o desenvolvimento e o comércio internacional foi, sem dúvida, menos importante no caso brasileiro do que no coreano.

cado interno. Soma-se a isso o fato de que a “ameaça externa” é obviamente um fator de coesão nacional – o que explica, em parte, a estabilidade política que se seguiu na Coreia.

Sobre este último aspecto, aliás, cabe dizer que, numa definição mais ampla do conceito, houve certa estabilidade política nos dois países. No caso coreano, a continuidade de grupos no poder é evidente: o presidente da Primeira República, Syngman Rhee, permaneceu 12 anos no poder (1948-1960), sendo substituído pelo general Park Hee, que permaneceu ainda mais tempo (17 anos, de 1961 a 1978), sendo presidente da República eleito a partir de 1963.⁷

No caso brasileiro, se for iniciada a análise no primeiro ano do governo de Eurico Dutra (1945-1950), também é possível admitir a existência de certa continuidade política. Após ter permanecido 15 anos no poder, Vargas (1930-1945) fez do general Dutra seu sucessor, sem maiores dificuldades, e voltou ao poder “de colher” (como diziam as charges da época) em 1950. Após o trágico suicídio de Vargas, o vice (Café Filho) assumiu o poder (houve, portanto, uma transição pacífica de poder) e foi sucedido por Juscelino Kubitschek, cujas bases partidárias eram o PSD e o PTB – ambos os partidos criados por Vargas. Considerando o período 1945-1960, houve, assim, relativa continuidade, contestada em alguns episódios, como o conturbado início do governo JK [Benevides (1976)]. A seguir, após os tumultuados anos entre 1961 e 1964, iniciou-se um novo longo período. Como bem se sabe, o regime militar (instaurado em 1964) só começou a ser flexibilizado no fim dos anos 1970, com a abertura “lenta, gradual e insegura” do general Ernesto Geisel.⁸

⁷ Houve um curto período de tempo no qual uma junta militar ocupou o poder na transição entre os referidos presidentes.

⁸ Como é do conhecimento geral, o presidente Geisel pretendia fazer a abertura “lenta, gradual e segura”. Entretanto, o processo se provaria na prática muito mais lento do que se pretendia, levando alguns autores a fazer a citada paródia.

Vale aqui acrescentar a hipótese de um certo paralelismo entre o corporativismo de Estado do presidente Rhee e o corporativismo do primeiro governo Vargas. Em ambos os casos, o grande projeto do governo era a “construção do Estado”, mais do que tudo.⁹ Em ambos, o apoio dos militares e a construção de uma forte burocracia estatal insulada foram elementos fundamentais. Vargas e Rhee são, em grande medida, os responsáveis por instituir uma tradição de insulamento burocrático e meritocracia na gestão estatal. No caso brasileiro, essa tradição foi, em grande medida, mantida por JK pelos grupos de trabalho do Plano de Metas e mesmo ampliada, com a criação dos grupos executivos e da chamada “administração paralela” [Benevides (1976)]. Foge ao escopo deste trabalho, entretanto, analisar esse aspecto comparativo em profundidade.

Para finalizar os contrastes e semelhanças aqui acentuados, cabe acrescentar, sumariamente, duas contraposições de natureza econômica e social. Primeiramente, tanto a Coreia quanto o Brasil já possuíam uma indústria incipiente por volta dos anos 1930. Entretanto, no fim dos anos 1950, o Brasil possuía uma estrutura industrial muito mais desenvolvida e diversificada do que a da Coreia. O impacto da Segunda Guerra Mundial na Coreia e, sobretudo, a divisão da nação em 1948, seguida de guerra civil, foram os grandes responsáveis pela diferença.¹⁰

Em segundo lugar, não se pode aqui deixar de mencionar o contraste usualmente enfatizado entre as experiências coreana e brasileira no que toca à distribuição de renda. De fato, o modelo de desenvolvimento coreano para o período 1950-1980 teve como marca a equidade de

⁹ A construção do Estado em Vargas teve três pilares fundamentais: burocracia estatal, apoio dos militares e a política do trabalhismo [Fonseca (1987)].

¹⁰ Para o caso coreano, ver Amsden (1989), Cole e Lyman (1971) e Kuznets (1977). Para o caso brasileiro, ver Castro (1978). Para a discussão do processo de industrialização no período, ver Versiani e Barros (1977), Mello (1986) e Malan (1977).

renda – enquanto no caso brasileiro o modelo foi, no mesmo período, indubitavelmente, concentrador. Na grande maioria das interpretações comparativas entre os dois países nesse aspecto, creditam-se as diferenças existentes à teoria do capital humano. Assim, a Coreia, baseada em princípios confucionistas, teria sempre investido muito mais em educação do que o Brasil – o que teria resultado em maior equidade.¹¹ Embora fuja ao escopo deste artigo desenvolver esse tema, algumas poucas observações devem ser feitas.

Em grande medida, a diferença no tocante à situação de distribuição de renda entre Brasil e Coreia no período 1950-1980 decorre do ponto de partida de nossa análise (1950). No caso coreano, ao final dos anos 1940, as forças de ocupação americanas tiveram de promover uma ampla reforma agrária em resposta às violentas demandas dos agricultores – pressionados também pelo exemplo soviético ao norte do país. Ao que tudo indica, os resultados dessa reforma foram extremamente significativos: 70% das terras produtivas foram redistribuídas e mais de um milhão dos dois milhões de famílias rurais foram beneficiadas. Houve, portanto, um esforço deliberado do governo coreano para promover a distribuição de renda em favor dos pequenos produtores, o que implicou importante melhora nas condições de vida da população rural, de acordo com diversos estudos.¹²

Posteriormente, durante o período 1950-1953, a guerra civil entre o norte e o sul do país foi um novo fator de equalização. A guerra destruiu tantas formas de riqueza, que, quando teve fim, os coreanos eram “igualmente pobres”.¹³ Em termos de contribuição para o aumento da

¹¹ Para uma crítica dessa posição no caso brasileiro, ver Medeiros (2003).

¹² Ver Suh (1992), Campos (1996), Kuznets (1977), Hayami e Aoki (1988), Hasan (1979) e Amsden (1989).

¹³ “*An equitable income distribution structured prevailed in the midst of that poverty, setting the stage for the new development efforts ... the rapid rise in the level of education and the relatively equitable distribution of both income and wealthy paved the way for future development*” [Suh (1992, p. 10)].

produtividade, a reforma agrária pode até ter sido, no curto prazo, prejudicial, como ponderam alguns autores, mas politicamente teve efeitos muito positivos, uma vez que terminou por destruir as possibilidades de um levante comunista: *“The reform similarly eliminated the last key issue on which the left wing could have hoped to develop substantial rural support in Korea”* [Cole e Lyman (1971, p. 21)].

Nesse sentido, foi a força destrutiva das guerras o que fez com que a Coreia já partisse nos anos 1950 de uma estrutura de distribuição de renda muito mais equânime do que a brasileira – o que, obviamente, não isenta o modelo brasileiro do agravamento na desigualdade sofrido ao longo dos anos 1960, por exemplo, nem nega que a política educacional coreana tenha contribuído para a maior equidade.¹⁴ Cabe lembrar, porém, que também na Coreia houve uma piora da distribuição de renda quando o processo de industrialização se intensificou na direção mais capital-intensiva, nos anos 1970.

Tabela 1

Distribuição de renda na Coreia – 1970-1980

Grupo de renda	1970	1976	1980
Participação na renda dos 40% mais pobres			
Consumidores (agregado)	19,6	16,9	16,1
Consumidores rurais	21,2	19,5	17,5
Consumidores urbanos	14,1	15,4	15,3
Participação na renda dos 20% mais ricos			
Consumidores (agregado)	41,8	45,3	45,4
Consumidores rurais	38,0	40,6	42,2
Consumidores urbanos	47,0	48,7	46,9

Fonte: Suh (1992, p. 21).

¹⁴ Existem diversos trabalhos interessantes sobre a problemática da distribuição de renda no Brasil. Em particular, ressalta-se a coletânea organizada por Tolipan e Tinelli (1975), os trabalhos Fishlow (1972), Hoffmann (1973), Langoni (1973), Wells (1979), Giambiagi (1987) e Barros e Mendonça (1995).

Financiamento do desenvolvimento – uma comparação entre Brasil e Coreia no período 1950-1980

A comparação aqui proposta parte do pressuposto de que em economias de industrialização tardia (*late developing countries* – LDCs) existam desafios comuns para o problema do financiamento. Entre eles, o maior problema reside, certamente, no financiamento de longo prazo, considerando a inexistência de um mercado de capitais desenvolvido e a ausência de grande acumulação de capital, além do viés curto-prazista do crédito bancário.

Como vimos na seção anterior, Coreia e Brasil, historicamente, eram duas economias primárias com necessidades de financiamento relativamente pequenas. O financiamento da produção não envolvia muito mais do que o pagamento dos salários, e a terra consistia no principal ativo físico, que podia ser expandido pela simples incorporação de novos territórios (abundantes, sobretudo no caso brasileiro). A partir da intensificação da industrialização nos anos 1950, porém, tornou-se rapidamente evidente que o baixo desenvolvimento do sistema financeiro nacional (nos dois países) era um obstáculo à industrialização. Era inadequado até para financiar o consumo de bens duráveis e para as necessidades de capital de giro das indústrias que estavam sendo instaladas.¹⁵ Além disso, a emissão de ações era desencorajada pelo próprio tamanho diminuto dos mercados, pela ausência de bancos de investimento que estivessem dispostos a subscrever as emissões, pela estrutura familiar das empresas e pelo próprio desvio de recursos na direção de bens duráveis e do mercado imobiliário dado pelo contexto de inflação crônica vigente nos dois países.

¹⁵ Para o caso brasileiro, ver Studart (1995, p. 81).

No caso coreano, logo após a ocupação americana do pós-guerra, os bancos japoneses foram transferidos para o Estado e teve início um lento processo de privatização do sistema financeiro, cujo fim ocorreu somente em 1957 [Castro (2006)]. Paradoxalmente, ao mesmo tempo em que (sob a influência americana) reformas “pró-mercado” eram implementadas, importantes bancos públicos iam sendo criados, tais como o Korean Reconstruction Bank, em 1954 (depois rebatizado como Korean Development Bank – KDB, em 1969), além de diversos “bancos especiais”, que visavam atender a nichos de mercado, como o Agriculture Bank (mais tarde transformado em National Agricultural Cooperatives Federation – NACF).

Tornou-se claro que o sistema bancário especializado criado durante a dominação japonesa era insuficiente para as novas necessidades, já que se concentrava em créditos de curto prazo fornecidos pelos bancos comerciais. A única exceção era o Industrial Bank of Korea, mas suas atividades de financiamento de longo prazo eram pequenas quando comparadas a suas atividades como instituição coletora de depósitos à vista. A solvência do sistema bancário como um todo era também precária. As instituições bancárias do imediato pós-guerra eram de pequeno porte e com certa frequência recorriam ao Banco da Coreia como prestador de última instância. Ao perceber essas limitações, o governo começou a estabelecer tetos para os empréstimos bancários ao setor privado, começando a relação que caracterizaria o país nas décadas seguintes: a existência de fortes laços entre os bancos e o sistema empresarial (muito mais fortes do que no caso brasileiro, diga-se) – por meio dos *chaebols*.

Na realidade, o termo *chaebols* (que entrou em circulação na economia coreana em 1932) significa a tradução literal do correspondente em firmas japonesas: os *zaibatsus*, estruturas industriais (existentes no período pré-Segunda Guerra) caracterizadas por formar conglomerados de gerenciamento familiar (tais como a família Iwasakis, da

Mitsubishi). Atuando com diversos produtos e em distintas indústrias, os *zaibatsus* eram organizados sob a forma de *holdings*, em que a *honsha* tinha a participação majoritária e cada família se especializava em um determinado setor industrial, de forma que, na essência, não existia grande competição entre os grupos.¹⁶ Os *chaebols* que caracterizam (em certa medida até hoje) a estrutura industrial coreana seguiram um modelo institucional semelhante, mas, como veremos adiante, com algumas modificações. A bem dizer, a integração entre bancos e os *chaebols* já era sintomática no governo de Syngman Rhee (1945-1960), mas iria se intensificar bastante no governo de Park Hee (até o fim dos anos 1970).

No caso brasileiro, o panorama do sistema financeiro antes dos anos 1950 tinha as seguintes características: predominavam bancos comerciais que emprestavam somente a curto prazo; os mercados de títulos e de bolsa de valores tinham dimensões irrisórias; o autofinanciamento (com consequências inflacionárias) era largamente utilizado; e o contexto de inflação crônica, sem mecanismos de indexação de contratos, transferia recursos para a especulação imobiliária, drenando fundos das atividades produtivas [Sochaczewski (1980)].

Ao longo dos anos 1940 e 1950, porém, ocorreu um duplo movimento: o Banco do Brasil passou a exercer, de forma gradual, maior controle sobre o setor bancário (sem deixar de atender os bancos em dificuldades por meio da Carteira de Redescontos e da Caixa de Mobilização Bancária), ao mesmo tempo em que o

¹⁶ Os *zaibatsus* controlavam 32% da indústria pesada e 50% do total do sistema financeiro no início do século XX, no Japão. Com a perda da guerra e a ocupação americana (SCAP – Supreme Commander for Allied Powers) em 1945, uma legislação antitruste passou a operar no país, de forma que os *zaibatsus* foram extintos, com a dissolução das parcerias. Mais tarde, as mesmas firmas ressurgiram (à exceção do grupo Yasuda) sob a forma de *keiretsus*. Nesse tipo de organização, entretanto, existe um divórcio entre controle e gerenciamento, e a competição intergrupos é maior (principalmente no setor químico e de mecânica pesada). Os *keiretsus* são, até hoje, grandes conglomerados industriais que possuem um banco, uma companhia de seguros e uma *trading* em seus grupos.

sistema bancário se expandia.¹⁷ A fim de fazer o controle da política monetária e cambial, criou-se, em 1945, a Superintendência da Moeda e do Crédito – Sumoc. Conforme o País avançava na industrialização, o caráter multifuncional do BB tornava-se cada vez mais proeminente. À medida que este se consolidava como o principal banco comercial do País, crescia sua atuação como agente financeiro do governo (o governo controlava 50% do capital do banco). Apesar dos controles exercidos por ele sobre os bancos comerciais, a inexistência de requerimentos mínimos de caixa permitia uma expansão significativa (sem limite preestabelecido) do crédito. Ainda nos anos 1950, foi criado o BNDE (em 1952), originalmente com o intuito de financiar projetos de infraestrutura para solucionar os identificados “gargalos estruturais”, que inibiam o crescimento econômico.

Em resumo, com o objetivo de serem funcionais ao processo de crescimento em curso, reconhecendo que a passagem de economias de base agrícola para economias de base industrial e urbana implicava novas e maiores necessidades de financiamento (e sem um mercado de capitais desenvolvido), foram criados, na Coreia e no Brasil, bancos de desenvolvimento e outras instituições públicas ao longo dos anos 1950, fundamentais para o financiamento do desenvolvimento nas décadas seguintes.

Cabe aqui notar que, até o início dos anos 1960, em ambos os casos, a condução da política monetária era particularmente difícil.

¹⁷ Em contraste com o ocorrido em outros países, os bancos comerciais brasileiros resistiram bem à crise de 1929, amparados por políticas acomodatórias que buscavam reforçar a confiança no sistema bancário. Foi também (e somente) nos anos 1930 que ocorreu a consolidação de um sistema bancário nacional, em detrimento da participação dos bancos estrangeiros. A Caixa de Mobilização Bancária – Camob foi criada em 1932, introduzindo reservas obrigatórias mínimas e a obrigatoriedade de depósitos no Banco do Brasil de reservas excessivas de forma a financiar bancos com carteiras de baixa liquidez. A carteira de Redescontos do BB foi reativada em 1930. Atuando de forma complementar à Carteira de Redescontos do BB, a Camob financiava as necessidades do Tesouro Nacional e do Departamento Nacional de Café. Ver Abreu (1990, p. 81).

Em primeiro lugar, em um contexto de elevada inflação e economia desindexada como a brasileira e a coreana, os títulos do governo apresentavam, frequentemente, rendimento negativo. Assim, o instrumento do *open market* era muito limitado, reduzindo em grande medida a eficácia da política monetária.¹⁸

No que se refere ao instrumento do **redesconto**, a situação era um pouco distinta entre os países. **No Brasil**, o redesconto era visto como um sinalizador de más condições financeiras, de forma que os bancos tudo faziam para evitar recorrer ao socorro de liquidez. Na prática, os pequenos bancos viviam nos limites do redesconto, enquanto os bancos de maior porte raramente recorriam a ele.

Já o **Banco Central coreano** desenvolveu um vasto e complexo sistema de **redesconto seletivo** para promover a industrialização. Existiam “empréstimos elegíveis” cujo redesconto era mais barato para setores como químico, têxtil, máquinas, mineração e indústria de alimentos; “empréstimos não elegíveis” destinados às atividades consideradas “não produtivas” (tais como serviços em geral, bens têxteis finais, cosméticos, móveis, bebidas e vendas de varejo); e, por fim, aqueles elegíveis apenas após intrincados processos de negociação.¹⁹ Mas essas categorias nem sempre eram cumpridas à risca. Ao contrário, o escopo das exceções era relativamente grande e frequentemente motivo para reclamações por parte do governo americano (além de oposição de

¹⁸ No caso brasileiro, a pequena dimensão do mercado de títulos públicos está relacionada à criação de duas leis, em 1933: a Cláusula Ouro e a Lei da Usura. A primeira foi uma reação do governo Vargas a um movimento de busca por indexação cambial que se seguiu à Grande Depressão. A Cláusula Ouro proibia a estipulação de pagamentos em qualquer outra moeda que não fosse a corrente. A Lei da Usura, por sua vez, proibia o estabelecimento de juros nominais superiores a 12%. Juntas, as duas regras implicavam a impossibilidade do desenvolvimento de um mercado de títulos, já que a inflação, sobretudo a partir dos anos 1950, permaneceria em patamares de 20%. Assim, os títulos federais só existiam por causa do seu caráter compulsório dado pelo governo, usados, por exemplo, para pagar 20% das cambiais de exportação. Ver, por exemplo, Simonsen (1970, cap. V e VI) e Simonsen (1995).

¹⁹ Em certo sentido, também existia no Brasil algo semelhante. Isso porque, por intermédio do Orçamento Monetário (1960-1980), o Banco Central financiava agricultura, exportações etc.

setores da sociedade coreana, que muitas vezes questionavam a política de alocação de crédito do governo).

No caso brasileiro, embora a seleção de crédito e a persuasão moral fossem utilizadas como instrumentos de política monetária, a maneira mais frequente de fazer o controle monetário era o estabelecimento de **reservas compulsórias**, que podiam ser estabelecidas com limites diferenciados de acordo, por exemplo, com a região do País. Apesar de ser um instrumento bastante utilizado, sua eficácia era muito questionável, já que o Banco do Brasil era, ao mesmo tempo, o depositário das reservas dos bancos comerciais e o maior banco comercial do País. Assim, o BB podia usar as reservas dos outros bancos comerciais para emprestar mais, adotando um mero artifício de crédito contábil em sua conta (de sorte que o multiplicador bancário era, na prática, ilimitado). Existiam limites formais para esse movimento, mas quaisquer “motivos de força maior” (seca no Nordeste, enchentes, aumento do funcionalismo etc.) eram suficientes para o abandono dos limites, com aprovação pelo Congresso [Abreu (1990) e Sochaczewski (1980)].

No caso coreano, em vez do compulsório, a grande opção de política monetária até meados dos anos 1960 era o **controle seletivo do crédito** por parte da autoridade monetária. Dado o excesso de demanda existente (a juros baixos ou mesmo negativos), as autoridades monetárias optavam, basicamente, por duas medidas: a primeira estabelecia limites quantitativos, fixando tetos para os empréstimos comerciais; a segunda era qualitativa, dando prioridade às indústrias mais importantes ou produtivas. O que era considerado “importante”, porém, mudava ao longo do tempo.

Dada a baixa eficácia da política monetária, **tanto o governo brasileiro quanto o coreano utilizavam fortemente controles cambiais e de comércio exterior** como instrumentos complementares para estimular a economia. Por serem economias que exportavam produtos de baixa

elasticidade-preço (e importavam produtos essenciais), a desvalorização da moeda frequentemente não gerava os efeitos desejados sobre o balanço de pagamentos, além de agravar a problemática inflacionária, sendo por isso evitada. Em compensação, ambos os países desenvolveram um complexo sistema de **câmbio múltiplo** e usaram em larga medida **subsídios à exportação e tarifas para importação**, não apenas durante os anos 1950, mas durante todo o período de análise.

Uma grande diferença nos padrões de financiamento observada entre os dois países, da segunda metade dos anos 1940 até o início dos anos 1960, reside no uso da **poupança externa como fonte de financiamento**. A ajuda americana constituiu uma fonte fundamental de recursos de longo prazo – *funding*, no sentido específico de Keynes (1937).²⁰ O Brasil, pela inexistência – negada e renegada – da ajuda externa, teve de buscar fontes alternativas de financiamento [Martins (1976)].

De fato, considerando a Primeira República coreana como um todo (1945-1960), pode-se dizer que Syngman Rhee reorganizou a estrutura financeira de forma a ajudar no processo de construção de um Estado forte. Entretanto, sem bases fiscais sólidas, e uma vez que a renda era baixa (arrecadação baixa, portanto), optou por manipular a poupança externa: “*using America as the ‘giver’ of last resort*” [Woo (1991)], financiando o hiato remanescente de recursos com expansão monetária e dos requerimentos de reserva.

No imediato pós-1945, o governo americano, com a responsabilidade da ocupação do pós-guerra, começou a responder com um crescente volume de ajuda externa. Em 1946, a ajuda americana somou US\$ 6 milhões; em 1947, havia atingido a cifra de US\$ 93 milhões; e, em 1948, ano da independência do país e estabelecimento da Primeira República, US\$ 113 milhões [Cole e Lyman (1971, p. 19)]. O fluxo de

²⁰ Para uma discussão dos conceitos de *finance* e *funding*, ver Carvalho (1992).

ajuda durante o período de 1953 a 1958 foi de US\$ 12 *per capita* por ano. Essa quantia equivalia, aproximadamente, a 15% da renda bruta média e a mais de 80% das reservas internacionais do País. Entretanto, o custo da ajuda ia além desses valores. Woo (1991, p. 22-23) estima que o custo total da ajuda americana à Coreia fosse próximo de US\$ 1 bilhão por ano.²¹ Se considerarmos somente a ajuda militar, a Coreia sozinha teria recebido mais de US\$ 325 milhões em 1959, em contraste com US\$ 83 milhões para toda a América Latina [Woo (*op. cit.*, p. 46)]. Como mostra a Tabela 2, a ajuda externa continuou a crescer até 1957 e nunca ficou abaixo de US\$ 200 milhões depois do início dos anos 1960, permanecendo em valores significativos até o fim da década.²²

Tabela 2

Ajuda externa recebida pela Coreia (US\$)

Ano	Valor	Ano	Valor
1951	106,542	1960	245,39
1952	161,327	1961	199,245
1953	194,17	1962	232,31
1954	153,925	1963	216,446
1955	236,707	1964	149,331
1956	326,705	1965	131,441
1957	382,892	1966	103,261
1958	321,272	1967	97,018
1959	222,204	1968	105,856

Fonte: Bank of Korea, Economic statistics yearbook, 1969.

²¹ Em 1956, por exemplo, a ajuda econômica somou mais de US\$ 326 milhões, a ajuda militar representou outros US\$ 400 milhões e mais US\$ 300 milhões foram cobertos pelos custos de manutenção das tropas americanas no País.

²² Do ponto de vista analítico, o destino final dos recursos de ajuda podia ser dividido em dois fluxos principais: os destinados a “grandes projetos” e aqueles destinados a “empréstimos” (*outstanding loans*). No primeiro caso, os Estados Unidos calculavam a ajuda e a distribuíam entre os setores produtivos: o setor de transportes recebia a maior fatia dos recursos (26%) [Cole e Lyman (1971, p. 194)].

O Brasil não dispôs da mesma generosidade. Na realidade, num primeiro momento, parecia que a vitória de Getúlio Vargas nas eleições de 1950 tinha acelerado a disposição norte-americana de colaborar com o financiamento dos setores de infraestrutura e equipamentos. Em dezembro daquele mesmo ano, foi criada a Comissão Mista Brasil-Estados Unidos – CMBEU. A ideia da comissão era assegurar recursos para o financiamento do desenvolvimento, obtidos mediante empréstimos com o Eximbank e o Banco Mundial, a taxas favorecidas. O objetivo último era permitir “a superação de gargalos na infraestrutura econômica do País (marcadamente nos setores de energia, portos e transportes), fornecendo as divisas necessárias para essa finalidade” [Besserman e Villela (2004, p. 29)]. Acreditava-se igualmente que, uma vez desobstruídos os pontos de estrangulamento, haveria uma natural ampliação dos fluxos de capital dirigidos ao Brasil, via investimentos diretos ou mesmo por novos empréstimos feitos pelos dois bancos supracitados.

Foi por intermédio da CMBEU, e diante da promessa obtida de apoio americano no valor de US\$ 500 milhões, que se optou pela criação do BNDE. O Banco seria o gestor do Fundo de Aparelhamento Econômico e deveria administrar e garantir os créditos em moeda estrangeira comprometidos com o programa de mesmo nome – além de analisar e financiar projetos integrantes daquele programa. No entanto, no fim de 1952, com a guinada na orientação do governo dos Estados Unidos em relação à América Latina e o abandono das promessas de financiamento, o BNDE teve de reformular o programa recebido da comissão, passando a trabalhar com um montante de recursos muito inferior [Monteiro Filha (1994)].

Com os recursos externos frustrados, o financiamento do ousado Plano de Metas que se seguiria tornou-se muito mais complexo.²³

²³ De acordo com Lessa (1981), o Plano de Metas constituiu, provavelmente, a mais ampla ação orientada pelo Estado, na América Latina, com vistas à implementação de uma estrutura industrial integrada. O plano envolvia um conjunto de 31 metas, distribuídas em seis grandes grupos: energia (metas 1 a 5); transportes (metas 6 a 12); alimentação (metas 13 a 18); indústria de base (metas 19 a 29); educação (meta 30); e Brasília (meta 31).

Originalmente, o governo acreditava que o financiamento do Plano de Metas seria feito em 50% com recursos provenientes do setor público, 35% com recursos privados e 15% com recursos de sociedades mistas. O financiamento encontrado, todavia, mesclava diversos instrumentos.

Em primeiro lugar, alguns impostos foram criados ligados a metas específicas, como para financiar as metas de automóveis (aumento da tributação nominal e diferencial). Em segundo lugar, criou-se a Instrução 113 da Sumoc (na realidade, criada em 1955), que permitia a importação de máquinas e equipamentos sem contrapartida cambial, um instrumento que favorecia as empresas de capital estrangeiro [Orenstein e Sochaczewski (1990)]. Em terceiro lugar, o BNDE contribuía de forma fundamental, fornecendo créditos em prazos longos e juros baixos (frequentemente negativos) e dando aval para o investimento externo [ver Studart (1995) e Sochaczewsky (1993), para discussão e dados].

Embora a participação das metas relativa à alimentação tenha recebido menores recursos, o Banco do Brasil também contribuiu para o financiamento do Plano de Metas, não apenas por meio de sua carteira de crédito geral e da carteira de crédito agrícola e industrial, mas também com a oferta de *swaps*, de forma a reduzir os riscos para o setor privado [Lessa (1981)]. Apesar de o financiamento do plano ter sido feito, em grande medida, por tributos, poupança compulsória e emissão de moeda, a Conta de Ágios e Bonificações também foi bastante utilizada como instrumento para-fiscal de arrecadação. O governo valeu-se da emissão monetária, sobretudo para a construção de Brasília, que não tinha recursos previstos pelo plano, e para as compras de café [Lessa (1981)].

Portanto, de forma diferente da Coreia, no período 1945-1960 o Brasil não pôde contar com a bonança dos recursos externos para o financiamento da indústria. Isso não quer dizer, todavia, que o País não

tenha recebido poupança externa em volumes consideráveis. Sobre tudo no período JK, houve um aumento da participação das multinacionais no País e também do volume de empréstimos, incentivados pela Instrução 113 da Sumoc. As formas de poupança externa foram, porém, bastante diferentes entre os países: predominantemente ajuda externa na Coreia e, posteriormente, empréstimos em condições muito favorecidas – o País quase não atraía multinacionais nessa época [Castro (2006)] –, enquanto no Brasil predominaram empréstimos (muitas vezes com aval do BNDE) e investimentos estrangeiros diretos.

Nos anos 1960, ambos os países sofreram golpes militares e implantaram reformas financeiras que proporcionaram um redesenho do arcabouço institucional para o financiamento do desenvolvimento. Entretanto, as respostas dadas pelos países não foram exatamente as mesmas: a do Brasil foi, por assim dizer, menos radical.²⁴

No caso coreano, o golpe militar de 1961 promoveu uma série de reformas financeiras. Novas instituições (bancos especiais) foram criadas, o Agriculture Bank foi reorganizado, o Banco Central passou a ser controlado diretamente pelo Ministério das Finanças e houve uma expansão significativa do crédito (incluindo uma desastrosa reforma monetária, rapidamente revertida, cujo único impacto derradeiro foi provocar uma mudança de moeda de hwan para won). A mais importante mudança foi, porém, a nacionalização do sistema bancário. A partir de 1961, os bancos retomaram o caráter público que tinham durante grande parte dos anos 1950. Nesse sentido, pode-se dizer que, excluindo um breve período de flexibilização, o sistema financeiro coreano existente no período 1950-1980 é, talvez, o mais extremo exemplo na história econômica recente (evidentemente, considerando economias capitalistas) da relevância do Estado:

²⁴ Curiosamente, nenhum dos dois regimes assumiu seu caráter autoritário, sendo o golpe visto como a restauração da ordem. Para Coreia, ver Cole e Lyman (1971); para o Brasil, ver o interessante relato de Linz (1978).

In Korea, all bank credits were business subsidies, their allocation scrutinized by the state. In some sense, therefore, all loans were policy loans [Woo (1991, p.162-163)].

Cabe aqui observar que diversas das mudanças promovidas pelo general Park Hee (apesar do disseminado sentimento anti-nipônico deixado pelo período colonial) inspiraram-se assumidamente nos moldes japoneses. Isso é particularmente verdadeiro no que tange à estrutura industrial coreana, dominada por grandes conglomerados. O governo coreano, entretanto, foi um passo além da intervenção japonesa no que tange ao sistema financeiro. Enquanto nos *zaibatsus* japoneses havia bancos privados no centro dos conglomerados, a Coreia optou por colocar *tradings* no centro dos *chaebols*, ao mesmo tempo em que todos os bancos se tornavam estatais.

A nacionalização do sistema bancário em 1961 (mantida até meados dos anos 1980) permitiu ao governo não apenas incentivar e promover a industrialização, como muito precisamente definir os setores a serem priorizados, o volume do crédito concedido – bem como as taxas de juros e as condições do financiamento. Ou seja, mesmo sob a orientação pró-mercado que marcou a segunda metade dos anos 1960, quando os juros foram drasticamente elevados – com o objetivo de dar fim à chamada repressão financeira [Castro (2006)] –, o modelo de financiamento permaneceu centrado no crédito bancário por intermédio de bancos públicos.²⁵ O desenvolvimento do mercado de capitais só se tornou mais relevante a partir da década de 1970 e, embora com crescente importância, continuou

²⁵ Diz-se que um país sofre de repressão financeira quando o governo, por meio de seus bancos ou agências de desenvolvimento, pratica empréstimos a juros reais negativos e prazos longos. De acordo com essa teoria, os baixos juros implicam baixa poupança agregada e, em consequência, baixo crescimento. Ver Shaw (1973) e McKinnon (1973).

a ser relegado a algumas poucas firmas. De acordo com diversos relatos, o presidente Park Hee era extremamente consciente de que a industrialização mudava a composição do investimento na direção de setores intensivos em capital, com maiores escalas e prazos de maturação, criando necessidades financeiras que o mercado, sozinho, teria dificuldades de suprir.

O presidente Hee optou por reforçar o casamento entre os *chaebols* e o governo e, ao mesmo tempo, continuar utilizando recursos externos para o financiamento. Pressionado pelo governo americano a promover a abertura do País e já tendo retomado as relações diplomáticas com o Japão, o governo preferiu que o fluxo de capital viesse sob a forma de empréstimos, em vez de ceder participação acionária de forma a minimizar a influência ou o controle japonês nos negócios nacionais. Além disso, a fim de reduzir os riscos para o setor privado, estabeleceu um amplo sistema de garantias bancárias para o repagamento dos empréstimos provenientes do exterior:

The ultimate borrower was committed to repay the loan, and bear any exchange risk, but he had the backing of both the KDB and the BOK that, in the event of his default, the loan would be repaid. United States assistance to, and support of, Korea undoubtedly gave further assurance that Korea's external financial commitments would be met. In addition to all of this, the U.S. and Japanese governments granted various types of investments guarantees to their nationals who made loans to, or invested in, Korea. Thus, the risk of default for the lender was practically negligible, while the Korean borrower had assurances of support, not only from the domestic banking institutions, but also the central bank and the Economic Planning Board [Cole e Park (1983, p. 60-61)].

Na experiência brasileira, após o golpe militar de 1964, também foram implementadas reformas institucionais sob a égide do Plano

de Ação Econômica do Governo – PAEG (1964-1967). Sinteticamente, pode-se afirmar que os passos mais importantes dessas reformas foram os seguintes: a criação do Banco Central do Brasil; a reorganização do Sistema Financeiro; a introdução do princípio da correção monetária (que se desenvolveria posteriormente para acabar se tornando uma das maiores características do sistema financeiro brasileiro); e a Lei 4.728, de meados de 1965, que institucionalizou a segmentação do sistema.²⁶ Basicamente, elas visavam criar uma estrutura de financiamento à imagem e semelhança da anglo-saxã, com segmentação financeira e complementaridade entre financiamento bancário e financiamento via mercado de capitais [Hermann (2002)].

A nova estrutura financeira proposta dividia as funções da seguinte forma: o BB ficava responsável pelo financiamento à agricultura e às exportações; e o BNDE, pela infraestrutura e pelo financiamento dos projetos das estatais e de máquinas e equipamentos, por intermédio da FINAME (criada em 1964). Complementavam a atuação do BNDE os bancos de desenvolvimento regionais e estaduais (com atuação semelhante à do BNDE). Os bancos comerciais seriam os responsáveis pelo capital de giro; as financeiras (sociedades de crédito, financiamento e investimento), pelo crédito ao consumo; os bancos de investimento, pelos projetos industriais de maior prazo; e as corretoras/distribuidoras de valores – CDV, pela atuação nos mercados primário e secundário de ações. Em 1964, foi ainda criado o Sistema Financeiro de Habitação – SFH, composto pelo Banco Nacional de Habitação – BNH, Caixa Econômica Federal – CEF, Caixas Econômicas Estaduais – CEE, sociedades de crédito imobiliário – SCI e associações de poupança e empréstimo – APE, com o objetivo de reduzir o déficit habitacional do País [Hermann (2002)].

²⁶ Para uma descrição detalhada, ver Hermann (2002) e Simonsen (1974, cap. VI).

Em comum com o ocorrido na Coreia, também no Brasil a visão predominante era de que a repressão financeira vinha detendo o desenvolvimento do País e que era preciso incrementar a poupança agregada:

... o diagnóstico que comandou a reforma financeira era de que tanto a geração quanto a alocação de poupança no Brasil eram prejudicadas pelo baixo retorno real oferecido pelos ativos de longo prazo, em um contexto de inflação crescente e juros nominais limitados pela Lei da Usura (que estabelecia um teto de juros de 12% ao ano) [Hermann (1999, p. 21)].

Entretanto, a ênfase do discurso brasileiro não recaiu, como na Coreia, na necessidade de elevar os juros, mas, sim, na introdução do mecanismo de correção monetária e no aumento da poupança pública.²⁷ Na estratégia do PAEG de “combate à inflação, sem sacrificar o crescimento”, pretendia-se: 1) aumentar a poupança do governo, promovendo tanto corte de gastos como a racionalização das tarifas (ampla reforma tributária); 2) controlar a expansão (considerada desordenada) do crédito no montante necessário para “maximizar o crescimento e minimizar a inflação”; e 3) combater o “conflito distributivo” – o que seria feito por meio de uma fórmula salarial [Simonsen (1974, cap. V) e Lara Resende (1990)].

²⁷ Na realidade, a correção monetária tinha diversos objetivos: 1) contribuir para a melhora das contas públicas mediante a correção dos serviços de utilidade pública a custos atuais; 2) tornar homogêneos os reajustes dos preços entre diversos setores (com isso, contribuiria para abrandar o conflito distributivo, visto como uma das causas para a elevada inflação); 3) manter o câmbio real constante (embora isso só tenha ocorrido, de fato, após a introdução do regime de *crawling peg* a partir de 1968); 4) tornar os títulos públicos e privados atraentes para o público em geral; 5) tornar atrativos aluguéis e financiamentos imobiliários, que sem a correção ficavam rapidamente defasados; 6) viabilizar o Sistema Financeiro de Habitação; 7) acabar com o chamado “lucro ilusório” mediante a correção dos custos das empresas por valores correntes e permitir que os cálculos de depreciação fossem feitos a valores corrigidos; e 8) acabar com a prática, muito comum, de atrasar o pagamento de tributos e taxas públicas (além da correção monetária, passaram também a ser aplicadas multas). Ver Simonsen (1974, cap. VI)].

Na visão predominante da época, a correção monetária permitiria o incremento da poupança doméstica (tanto pública quanto privada), enquanto a poupança externa esperava-se que viesse pela reorientação da economia (e da política).²⁸

As reformas do PAEG tiveram o mérito de permitir a diversificação dos ativos, a expansão do consumo de duráveis (ao institucionalizar as financeiras e ao fornecer um título que servia de base para os cálculos da correção monetária: as Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional – ORTN) e também (em menor grau) do financiamento à habitação. As reformas foram capazes, sobretudo, de permitir que o financiamento do setor público deixasse de ser basicamente feito por meio da emissão de moeda, para ser feito por meio de títulos. No caso da correção monetária, se esta foi um engenhoso mecanismo para permitir uma longa convivência pacífica com a inflação, trouxe também consequências nefastas a longo prazo, na medida em que institucionalizou a alta inflação no país.

Logo após a implementação das reformas do PAEG, passaram a coexistir na economia ativos indexados e não indexados, o que aumentou o escopo da especulação e da fragilidade do sistema financeiro. A aversão ao risco dos consumidores e investidores permaneceu, em grande medida, por conta do contexto inflacionário (apenas “neutralizado” pela indexação). As reformas falharam, principalmente, em estabelecer canais domésticos de financiamento de longo prazo [Studart (1995)]. As necessidades de *funding* da economia brasileira tiveram de continuar sendo supridas pelo BNDES – e também via empréstimos no exterior –, um ponto que será discutido adiante.

²⁸ Dada a inversão nos fluxos externos verificada com a substituição do presidente João Goulart pelo general Humberto Castelo Branco, é difícil supor que o fluxo de recursos externo não estivesse também associado ao apoio americano ao golpe militar. Diga-se, aliás, que o apoio ocorreu no imediato pós-golpe – o que foi considerado precipitado pela comunidade internacional, em especial pelos diplomatas ingleses. Ver Cantarino (1999).

Como a entrada de recursos estrangeiros era superior ao necessário para o equilíbrio do balanço de pagamentos, manteve-se a pressão sobre a base monetária, dificultando o controle da inflação, que caiu a taxas muito inferiores às estipuladas pelas metas do PAEG.

Em suma, as reformas financeiras promovidas no Brasil e na Coreia nos anos 1960 foram radicalmente distintas na sua concepção. No Brasil, a segmentação objetivava grande participação do setor privado, inclusive no financiamento de longo prazo, enquanto na Coreia os bancos eram todos estatais. Desse ponto de vista, portanto, o Brasil foi muito mais liberal do que a Coreia. Porém, do ponto de vista da condução da política de juros, pode-se dizer que na Coreia as teorias de repressão financeira (cuja solução prescrita é a liberalização do sistema financeiro) tiveram maior influência do que no Brasil.

De fato, na Coreia, não apenas os próprios criadores da teoria de repressão financeira atuaram como conselheiros, como o país praticou juros elevados de 1965 a 1972, reduzindo-os drasticamente em 1972. No Brasil, porém, embora os juros tenham sido elevados em alguns momentos durante o PAEG (1964-1967), a condução da política monetária foi errática [Lara Resende (1990)] e a tolerância com a inflação foi institucionalizada – o que não ocorreu na Coreia. De forma também diferente do ocorrido na Coreia, os juros foram rapidamente baixados e permaneceram baixos durante todo o período do “milagre brasileiro” (1968-1972).²⁹

No que se refere novamente ao caso coreano, durante o período 1965-1971 os bancos comerciais e especiais tornaram-se os maiores mobilizadores de recursos domésticos, enquanto o KDB, junto com

²⁹ No diagnóstico inflacionário do ministro Delfim Netto, os juros, com os preços agrícolas, constituíam fontes de pressões de custos. Além disso, a tese era de que não era preciso frear a economia, mas, sim, o contrário, já que, não existindo pressões de demanda (no início do “milagre”), os ganhos de escala provenientes do crescimento fariam com que a inflação caísse. [Giambiagi (1987)].

alguns bancos autorizados, ajudava os negócios, garantindo os créditos externos. Entretanto, no período seguinte, de 1972 a 1978, o crescimento do setor financeiro foi drasticamente reduzido e a ênfase do governo foi colocada no sistema não bancário – com diversos estímulos para o desenvolvimento do mercado de capitais (em grande medida, o mercado de capitais coreano é, também, uma criação do Estado). Todavia, embora tenha apresentado forte expansão [Castro (2006, cap. II)], o financiamento continuou a ser fortemente dependente do crédito bancário e dos empréstimos no exterior – e os fortes laços entre o governo e os *chaebols* permaneceram.

Em 1971, a Coreia sofreria uma forte crise cambial, e em 1972, como já mencionado, lançaria um decreto que baixaria drasticamente os juros da economia. A redução dos juros visava à recuperação da economia, que estava desacelerando, mas também ao ataque direto ao chamado sistema financeiro informal. Apesar dos esforços do governo e da elevação dos juros, os mercados informais coreanos continuavam a ser bastante significativos. Nesse ponto, novamente, a comparação com o Brasil é interessante.

Como na Coreia os bancos eram todos estatais, o financiamento de longo prazo não era problemático, mas, ao contrário, abundante. Dessa forma, não apenas as pequenas firmas e os consumidores sem acesso ao crédito bancário (como no Brasil e na maioria dos países), mas também as grandes corporações, procuravam o mercado informal de crédito para **fins de capital de giro** (*working capital*). Ou seja, enquanto no **Brasil** o maior problema sempre foi a busca de recursos de **longo prazo** (*funding*), tendo no BNDE a única fonte doméstica e, eventualmente, recorrendo ao **capital estrangeiro ou autofinanciamento** [Studart (1995)], na Coreia a questão do *funding* era plenamente resolvida pelo sistema bancário formal, já que este era todo formado por bancos estatais, e pelo amplo financiamento externo. Em contrapartida, encontrar fontes de recursos líquidos

(finance) **era uma questão relativamente fácil no Brasil, mas um problema para as firmas coreanas.**

É verdade que, durante o período do “milagre”, o governo brasileiro se empenhou em desenvolver fontes privadas para o financiamento de longo prazo. Sua estratégia se deu em três vias. Em primeiro lugar, o governo incentivou a concentração do sistema bancário (em 1968, existiam 188 instituições bancárias; em 1972, apenas 79). Paralelamente, buscou estabelecer conglomerados financeiros e mesmo conglomerados industriais à semelhança dos *zaibatsus* japoneses, ou seja, com bancos privados em seu centro. Todavia, esses esforços não foram adiante [Giambiagi (1987)].

Em segundo lugar, a fim de incentivar a captação de longo prazo, foi autorizada a emissão de passivos com correção monetária, estendendo-se para o setor privado uma condição já vigente para os títulos públicos desde julho de 1964 [Hermann (1999, p. 21)]. O governo brasileiro criou ainda os Certificados de Depósitos Bancários – CDBs, com o objetivo de disponibilizar um instrumento para que os bancos de investimento pudessem captar a longo prazo (pois só assim poderiam emprestar nos mesmos prazos). Todavia, os bancos comerciais fizeram ampla oposição a que o instrumento dos CDBs fosse de uso exclusivo dos bancos de investimento – e o governo terminou por ceder. Sem instrumentos de captação diferenciados e com maiores riscos, os bancos de investimento acabaram por se tornar pouco rentáveis, sendo absorvidos pelos bancos comerciais.

Em terceiro lugar, o governo tentou desenvolver o mercado de capitais, o que também ocorreu na Coreia no mesmo período histórico [Castro (2006, cap. II)]. As medidas de estímulo envolviam basicamente incentivos fiscais para aqueles que desejassem criar sociedades de capital aberto, bem como para os detentores de ações e debêntures. O resultado foi, entretanto, uma bolha especulativa, que estourou em 1971. Esforços também foram feitos para criar um

mercado de títulos de longo prazo no País. Para incentivar este último, o governo criou em 1970 as Letras do Tesouro Nacional – LTNs. A ideia era que esses títulos formariam, junto com as ORTNs, um mercado de títulos públicos com papéis de curto (LTN) e de longo prazo (ORTN) – o que serviria de base para a criação de uma curva de rendimentos no País (*yield curve*). Todavia, o estabelecimento das cartas de recompra terminou por tornar os dois instrumentos muito semelhantes.³⁰

Outro aspecto em comum das reformas dos anos 1960 nos dois países foi a ampliação do grau de abertura da economia ao capital externo, aumentando a participação dos empréstimos sobre o fluxo de capital em ambos. Essa abertura se dava em um contexto de ampla liquidez internacional representado pelos eurodólares e petrodólares (exceto no imediato pós-choque do petróleo) – e os dois países souberam se aproveitar disso para o financiamento do desenvolvimento. Entretanto, no caso coreano, o esquema de garantias foi muito mais bem desenvolvido do que no caso brasileiro.

No fim dos anos 1960 e ao longo dos anos 1970, tanto firmas brasileiras quanto coreanas tomaram recursos no mercado externo bem acima do volume dos financiamentos requeridos pelo próprio investimento, provocando movimentos especulativos nos ativos, como o *boom* das bolsas nos dois países. No caso brasileiro, as empresas estatais, durante os anos 1970, foram frequentemente usadas para captar reservas acima de suas próprias necessidades financeiras, com o objetivo de obter divisas para financiar importações consideradas necessárias para a economia como um todo. A consequência dessa estratégia de crescimento com

³⁰ A ideia era que as ORTNs serviriam para fins fiscais, e as LTNs para fins monetários de controle da liquidez. Cabe acrescentar que à época, graças à Lei Complementar 12 (criada em 8.11.1971), coexistiam três orçamentos públicos (o da União, o das estatais e o monetário). Isso tornava as contas públicas pouco transparentes e permitia várias disfunções do ponto de vista do equilíbrio fiscal.

endividamento (*growth-cum-debt strategy*) foi o aumento da vulnerabilidade financeira dessas empresas [Studart, 1995, p. 81-82]. Mas a fragilidade desse modelo só se tornaria evidente depois do choque dos juros, nos anos 1980. No caso coreano, as garantias do governo protegeram as firmas, em alguma medida – o que não significa que não houve problemas [Hasan e Rao (1979) e Suh (1992)].

Em cada um dos dois países, após o primeiro choque do petróleo, optou-se por seguir crescendo e fazer a etapa mais difícil da industrialização, concentrando esforços na indústria intensiva em capital e na de insumos básicos. No fim dos anos 1970, com a entrada do mundo em recessão, com o novo aumento do preço do combustível (e posterior aumento dos juros) e a crescente inflação, tanto a Coreia quanto o Brasil tiveram suas estruturas industriais ameaçadas. Ambos os modelos foram, assim, colocados em xeque – mas os resultados obtidos após o ajuste do início dos anos 1980, como se sabe, foram radicalmente diferentes. A Coreia conseguiu recuperar-se da crise e voltar a crescer, enquanto o Brasil mergulhou em duas décadas de baixo crescimento – mas isso já vai muito além do escopo deste artigo.

Conclusões

Defende-se neste artigo que Coreia e Brasil, com as devidas diferenças a serem ressaltadas, seguiram uma estratégia de industrialização alimentada por planos econômicos de desenvolvimento, políticas de crédito, regimes de câmbio múltiplo, incentivos fiscais e investimentos levados a efeito por empresas de propriedade do Estado ou com financiamento direto do Estado.

Tanto na Coreia quanto no Brasil, o Estado, ao prover financiamento de longo prazo, atuou como um substituto gerschenkroniano para a promoção da industrialização tardia. Dada a inexistência de fontes

privadas de financiamento de longo prazo e em função de outras menos importantes falhas de mercado, o crédito público foi fundamental.

Além disso, embora os arranjos institucionais fossem distintos na sua concepção (predominância de bancos comerciais públicos, na Coreia, *versus* bancos comerciais privados, no Brasil), os dois sistemas acabaram por se caracterizar pela forte presença do Estado no âmbito do financiamento de longo prazo, pelo uso intensivo de fontes externas de financiamento (embora sob formas diferentes), pelo fraco desenvolvimento do mercado de capitais (apesar de algum florescimento no fim dos anos 1960 e início dos anos 1970 nos dois países), pela manutenção da importância do mercado informal de crédito (independentemente das tentativas de dissipá-lo, sobretudo na Coreia), sem negar a presença do autofinanciamento como fonte importante de recursos.

O caráter público do sistema financeiro coreano e os volumosos recursos externos disponíveis para o País permitiram que a questão da busca de recursos de longo prazo na Coreia (*funding*) não fosse problemática, embora a escassez de liquidez (*finance*) tenha feito com que o mercado informal de crédito perdurasse (com vigor) ao longo do tempo. No caso brasileiro, em contraposição, o *funding* teve de se basear nos recursos do BNDE, embora fontes de recursos de curto prazo (*finance*) fossem abundantes.

Em ambas as experiências, o papel das instituições e convenções foi fundamental, como se buscou defender. Nesse sentido, nos dois países houve um tipo de financiamento baseado em crédito bancário, no qual a voz (*voice*) do governo se fez presente de forma determinante. Trata-se, portanto, do que se pode caracterizar como *credit-based financial system with administered prices* [Zysman (1982)]. Nesse arranjo, o governo fixa o preço do crédito em diferentes mercados, sinaliza as prioridades macroeconômicas e de política industrial e interfere na alocação de bens e serviços.

Referências

- ABREU, Marcelo P. Inflação, estagnação e ruptura: 1961-67. In: ABREU, Marcelo de Paiva (org.). **A ordem do progresso**. Rio de Janeiro: Campus, 1990.
- AMSDEN, Alice H. **Asia's next giant – South Korea and late industrialization**. Nova York: Oxford University Press, 1989.
- BARROS, R; MENDONÇA, R. A evolução do bem-estar, pobreza e desigualdade ao longo das últimas três décadas – 1960-90. **Pesquisa e Planejamento Econômico**, v. 25, n. 1, abr. 1995.
- BENEVIDES, M. V. M. **O governo Kubitschek: desenvolvimento econômico e estabilidade política**. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1976.
- BESSERMAN, Sérgio Vianna. Duas tentativas de estabilização: 1951-1954. In: ABREU, Marcelo de Paiva (org.). **A ordem do progresso**. Rio de Janeiro: Campus, 1990.
- _____. Política econômica externa e industrialização: 1946-1951. In: ABREU, Marcelo de Paiva (org.). **A ordem do progresso**. Rio de Janeiro: Campus, 1990.
- CAMPOS, José Edgardo; ROOT, Hilton L. **The key to the Asian miracle**. Washington, D.C.: The Brookings Institution, 1996.
- CANTARINO, Geraldo. **1964: a revolução para inglês ver**. Rio de Janeiro: Mauad, 1999.
- CARVALHO, Fernando José C. **Mr. Keynes and the Post Keynesians, principles of macroeconomics for a monetary production economy**. Brookfield: Edward Elgar Publishing, 1992.
- CASTRO, Ana Célia. **As empresas estrangeiras no Brasil, 1860-1913**. Rio de Janeiro: Zahar, 1978.
- CASTRO, Antonio B. Renegade development: rise and demise of state-led development in Brazil. In: SMITH, W.; ACUÑA, C (eds.). **Democracy, markets and structural reforms in Latin America: Argentina, Bolivia, Brasil, Chile and Mexico**. Transaction Publishers, 1994.

_____. El segundo catch-up brasileño. Características y limitaciones. **Revista de la Cepal**, n. 80, ago. 2003.

CASTRO, Antonio B; SOUZA, Francisco E. Pires. **A economia brasileira em marcha forçada**. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1985.

CASTRO, Lavinia B. **Financiamento do desenvolvimento: teoria, experiência coreana (1950-80) e reflexões comparativas ao caso brasileiro**. Rio de Janeiro: CPDA/UFRJ, 2006 (Tese de Doutorado).

CHOE, Chongwoo; MOOSA, Imad. Financial system and economic growth: the Korean experience. **World Development**, v. 27, n. 6, p. 1.069-1.082, 1999.

COLE, David C.; LYMAN, Princeton N. **Korean development: the interplay of politics and economics**. Massachusetts: Harvard University Press, 1971.

COLE, David C.; PARK, Yung Chul. **Financial development in Korea, 1945-1978**. Massachusetts e Londres: Harvard University Press, 1983.

D'ARAÚJO, M. C. **O Estado Novo**. Rio de Janeiro: Jorge Zahar, 2003.

DELFIN NETTO, A. O problema do café no Brasil. In: PELÁEZ, C. M. (org.). **Ensaio sobre o café e desenvolvimento econômico**. Rio de Janeiro: Instituto Brasileiro do Café, 1973.

FAUSTO, B. **A Revolução de 1930**. Rio de Janeiro: Brasiliense, 1994.

FISHLOW, Albert. Brazilian size distribution of income. **American Economic Review**, v. 62, n. 2, 1972.

FONSECA, Pedro. **Vargas: o capitalismo em construção**. São Paulo: Brasiliense, 1987.

GERSCHENKRON, A. **El atraso económico en su perspectiva histórica**, cap. I e *postscriptum*. Barcelona: Ariel, 1973.

GIAMBIAGI, Fabio. **A economia brasileira nos anos do milagre: 1968/1973**. Rio de Janeiro: UFRJ, 1987, *mimeo*.

GIAMBIAGI, Fabio *et al.* (orgs.). **Economia brasileira contemporânea**. Rio de Janeiro: Campus, 2004.

GURLEY, J. G; SHAW, E. S. Financial aspects of economic development. **American Economic Review**, v. 45, p. 515-538, 1955.

_____. **Money in a theory of finance**. Washington: Brookings Institution, 1960.

GUPTA, Desh. **Issues in East Asian crisis**. Rohtak: Spellbound Publications, 1999.

HASAN, Parvez; RAO, D. C. **Korea policy issues for long-term development: the report of a mission sent to the Republic of Korea by the World Bank**. Baltimore e Londres: The Johns Hopkins University Press, published for the Word Bank, 1979.

HAYAMI, Yujiro; AOKI, Masahiko (eds.). **The institutional foundations of East Asian economic development: proceedings of the IEA conference held in Tokyo, Japan**. Londres: Macmillan Press, 1998.

HERMANN, Jennifer. **Fragilidade financeira do setor público: implicações para a gestão de política econômica**. Rio de Janeiro: UFRJ, 1993 (Dissertação de Mestrado).

_____. **Estrutura do sistema financeiro e modelos de financiamento: a experiência brasileira (1964/1997) e suas perspectivas**. Rio de Janeiro: UFRJ, 1999 (Texto para Discussão, 433).

_____. **Liberalização e crises financeiras: o debate teórico e a experiência brasileira nos anos 1990**. Rio de Janeiro: IE-UFRJ, 2002 (Tese de Doutorado).

HIRSCHMAN, A. Ascensão e declínio da economia do desenvolvimento. **Dados – Revista de Ciências Sociais**, v. 25, n. 1, 1982.

HOFFMANN, Rodolfo. **Distribuição de renda e desenvolvimento econômico no Brasil**. Rio de Janeiro: Expressão e Cultura, 1973.

HONOHAN, P. **Financial development, growth and poverty: how close are the links?** Washington: The World Bank, Development Research Group and Financial Sector Operations and Policy Department, set. 2003.

HOSONO, Akio; SAAVEDRA-RIVANO, Neantro (eds.). **Development strategies in East Asia and Latin America**. Londres: Macmillan Press, 1998.

KEYNES, J. M. Alternative theories of the rate of interest. **Economic Journal**, jun. 1937.

KIM, Kwan. **The Korean miracle (1962-1980) revisited: myths and realities in strategy and development**. Notre Dame: University of Notre Dame, nov. 1991 (Working Paper, 166). KUZNETS, Paul. **Economic growth and structure in the Republic of Korea**. Londres: Yale University Press, 1977.

LANGONI, C. **Distribuição de renda e desenvolvimento econômico no Brasil**. Rio de Janeiro. Expressão e Cultura, 1973.

LARA RESENDE, André. Estabilização e reforma. In: ABREU, Marcelo de Paiva (org.). **A ordem do progresso**. Rio de Janeiro: Campus, 1990.

LESSA, C. **Quinze anos de política econômica**. São Paulo: Brasiliense, 1981.

LIMA, Medeiros. **Petróleo, energia elétrica e siderurgia: a luta pela emancipação – um depoimento de Jesus Soares Pereira sobre a política de Getúlio Vargas**. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1975.

LINZ, Juan J. The future of an authoritarian situation or the institutionalization of an authoritarian regime: the case of Brazil. In: LINZ, Juan; STEPAN, Alfred (eds.). **The breakdown of democratic regimes: Latin America**. Baltimore: The Johns Hopkins University Press, 1978.

MALAN P. S. *et al.* **Política econômica externa e industrialização no Brasil**. Rio de Janeiro: Ipea/Inpes, 1977.

MARTINS, Luciano. **Pouvoir et developement économique: formation et evolution des structures politiques au Brésil**. Paris: Éditions Anthropos, 1976.

McKINNON, R. I. **Money and capital in economic development**. Washington, D.C.: Brookings Institutions, 1973.

MEDEIROS, C. A. Desenvolvimento econômico e estratégia de redução da pobreza no Brasil. **Ensaio FEE**, Porto Alegre, v. 24, n. 2.

MELLO, J. M. C. **O capitalismo tardio**. 4ª ed. São Paulo: Brasiliense, 1986.

MONTEIRO FILHA, Dulce Corrêa. **A aplicação de fundos compulsórios pelo BNDES na formação da estrutura setorial da indústria brasileira: 1952 a 1989**. Rio de Janeiro: UFRJ/Instituto de Economia Industrial, 1994 (Tese de Doutorado).

ORENSTEIN, Luiz; SOCHACZEWSKI, Antonio Cláudio. Democracia com desenvolvimento: 1956-1961. In: ABREU, Marcelo de Paiva (org.). **A ordem do progresso**. Rio de Janeiro: Campus, 1990.

SHAW, E. S. **Financial deepening in economic development**. Nova York: Oxford University Press, 1973.

SIMONSEN, M. H. **Inflação: gradualismo versus tratamento de choque**. Rio de Janeiro: Apec, 1970.

_____. **30 anos de indexação**. Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas, 1995.

SIMONSEN, M. H.; CAMPOS, R. O. **A nova economia brasileira**. Rio de Janeiro: José Olympio, 1974.

SKIDMORE, T. **Brasil: de Getúlio Vargas a Castelo Branco**. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1992.

SOCHACZEWSKI, Antonio Cláudio. **Desenvolvimento econômico e financeiro do Brasil 1952-1968**. São Paulo: Trajetória Cultural, 1993 (Tese de Doutorado).

STUDART, Rogério. **O papel do sistema financeiro no financiamento e funding da formação de capital na teoria keynesiana e uma ilustração através do caso brasileiro no período 1967-1976**. Rio de Janeiro, *mimeo*.

_____. **Investment finance in economic development**. Londres: Routledge, 1995.

SUH, Sang-Mok. In: CORBO, Vittorio; SUH, Sang-Mok (eds.). **Structural adjustment in a newly industrialized country: the Korean experience**. Baltimore e Londres: The Johns Hopkins University Press, published for The World Bank, 1992.

SUZIGAN, W. **Industrialização e política econômica: uma interpretação em perspectiva histórica**. Rio de Janeiro: Ipea/Inpes, 1975.

SUZIGAN, W. *et al.* **Financiamento de projetos industriais no Brasil**. Rio de Janeiro: Ipea/Inpes, 1972 (Relatório de Pesquisa, n. 9).

TOLIPAN, R.; TINELLI, A. C. (orgs.). **A controvérsia sobre a distribuição de renda e desenvolvimento**. Rio de Janeiro: Zahar, 1975.

VERSIANI, F. R.; BARROS, J. R. M. **Formação econômica do Brasil: a experiência de industrialização**. São Paulo: Saraiva, 1977.

VILLELA, A. V.; SUZIGAN, W. **Políticas de governo e crescimento da economia brasileira 1889-1945**. Rio de Janeiro: Ipea/Inpes, 1973.

WELLS, John. The diffusion of durables in Brazil and its implications for recent controversies concerning Brazilian development. **Cambridge Journal of Economics**, I, p. 259-279, 1979.

WOO, Jung-en. **Race to the swift state and finance in Korean industrialization**. Studies of the East Asian Institute. Nova York: Columbia University Press, 1991.

ZYSMAN, John. **Governments, markets, and growth financial systems and the politics of industrial change**, cap. 2. Ithaca, NY: Cornell University Press, 1983.